

# 嘉合固定收益周报

## 7 月经济下行压力加大，政策托底渐行渐近

嘉合基金固定收益研究部

2020 年 08 月 22 日 星期日

### 宏观利率

国家统计局 8 月 16 日公布了上半年经济运行数据：

- 中国 7 月社会消费品零售总额同比增长 8.5%，预期增长 10.9%，前值增长 12.1%；
- 中国 1-7 月城镇固定资产投资同比 10.3%，预期增长 11.3%，前值增长 12.6%；
- 中国 7 月工业增加值同比增长 6.4%，预期增长 7.9%，前值增长 8.3%；
- 中国 1-7 月房地产开发投资同比增长 12.7%，两年复合增长 8.0%；
- 中国 7 月城镇调查失业率为 5.1%，前值为 5%；上半年全国城镇新增就业 822 万人。

李超 lichao@haoamc.com

任驰华 renchihua@haoamc.com

乔路 qiaolu@haoamc.com

赵芸静 zhaoyunjing@haoamc.com

方仁杰 fangrenjie@haoamc.com

### 信用债

本周(8.16-8.20)一级市场信用债发行量 16,668.82 亿元,总偿还量 8,821.50 亿元,净融资量 7,847.32 亿元。本周信用债收益率大多下行。其中,中票 5 年期 AAA 级下行幅度最大(6bp);城投债 1 年期 AA-级下行幅度最大(8bp)。

### 可转债

本周转债市场跟随股市下跌,中证转债指数周跌幅为 1.09%,共成交 3574.06 亿元,较前一周(3927.23 亿元)有所下跌。本周转债价格中位数收于 117.1 元,较前一周下跌了 1.81%,转债隐含波动率平均值收于 30.2%,较前一周下跌了 1.14%,位于历史 69.1%分位数。

本周有金博转债和闻泰转债上市,上市第一天收盘价分别为 132.13 元和 129.16 元。本周共有 26 家公司可转债发行有新进展,其中获得董事会预案的有 7 家公司;获得股东大会通过的有 14 家公司;获得发审委通过的有 4 家公司。获得证监会核准的有 1 家公司。目前已知下周有隆华转债、富瀚转债上市。

## 一、宏观政策面回顾

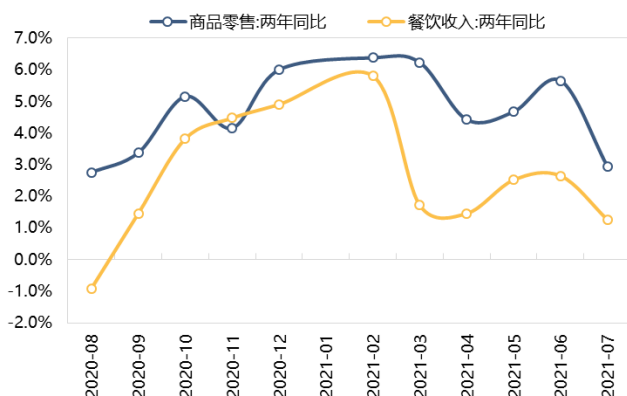
国家统计局今 8 月 16 日公布了上半年经济运行数据：

- 中国 7 月社会消费品零售总额同比增长 8.5%，预期增长 10.9%，前值增长 12.1%；
- 中国 1-7 月城镇固定资产投资同比 10.3%，预期增长 11.3%，前值增长 12.6%；
- 中国 7 月工业增加值同比增长 6.4%，预期增长 7.9%，前值增长 8.3%；
- 中国 1-7 月房地产开发投资同比增长 12.7%，两年复合增长 8.0%；
- 中国 7 月城镇调查失业率为 5.1%，前值为 5%；上半年全国城镇新增就业 822 万人。

### 1、社会消费品零售总额

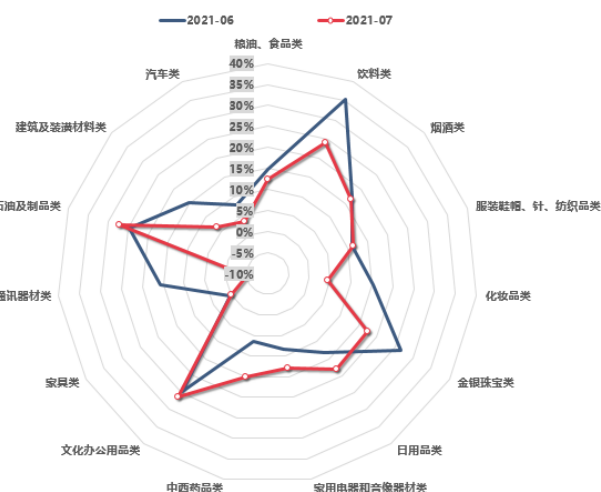
7 月份，社会消费品零售总额 34925 亿元，同比增长 8.5%；比 2019 年 7 月份增长 7.2%，两年平均增速为 3.6%。其中，除汽车以外的消费品零售额 31578 亿元，增长 9.7%。受到汽车、建材和通讯器材类消费拖累，社零数据表现不佳，大幅不及预期。

图 1：社零分项同比走势



资料来源：Wind，嘉合基金

图 2：社零分类同比变化



资料来源：Wind，嘉合基金

从今年同比数据来看，低基数影响逐步退出，商品零售和餐饮服务增速均有较大程度的收敛，分别同比增长 7.8%和 14.3%，分别较上月下行 3.4 个百分点和 5.9 个百分点。从两年复合增长来看，商品零售和餐饮收入同比复合增长 2.95%和 1.26%，较上月分别下行 2.7 个百分点和 1.4 个百分点，7 月两年复合增速为今年最低水平。从两年复合增速走势图可以看出，年初至 6 月份消费整体处于一个稳步复苏的过程，而由于 7 月份数据的大幅下行使得 6 月份数据成为阶段性高点，整体消费呈现出见顶回落趋势。

从数据运行趋势逻辑来看，消费数据很难出现突然失速的情况，即使是经济增长压力较大，由于存在工资刚性以及消费习惯很难短时间出现大幅转变，传导至消费也将通过一个较长的时间段来逐步消化。所以，社零大幅度下滑的最主要原因是极端恶劣天气和疫情反复带来的事件性冲击，尤其是餐饮、汽车等有一定出行场景要求的消费品类受影响较重，随着生产生活的逐渐恢复，预计社零会在 1-2 个月内出现明显好转。

但排除掉事件性冲击后，社零数据本身也存在一定的结构性恶化，表现整体弱于 6 月份。结构性

恶化的主要原因是家电、装修等地产后周期项目的增速不及预期，地产行业管控的影响开始逐步显现。今年以来，房地产行业的监管力度逐渐加码，尤其是限制银行房贷集中度的措施影响了一部分居民的购房计划以及相关的地产后周期投资，这一点与金融数据中的居民中长期贷款可以相互印证。目前来看，社零数据仅有除地产后周期外的偏宅经济属性消费品仍有较为明显的增长，其他品类均受到不同因素影响出现恶化。短期内，社零数据可能需要重新爬坡，逐步消除事件性冲击，但中期角度消费可能难以形成对经济的支撑作用。

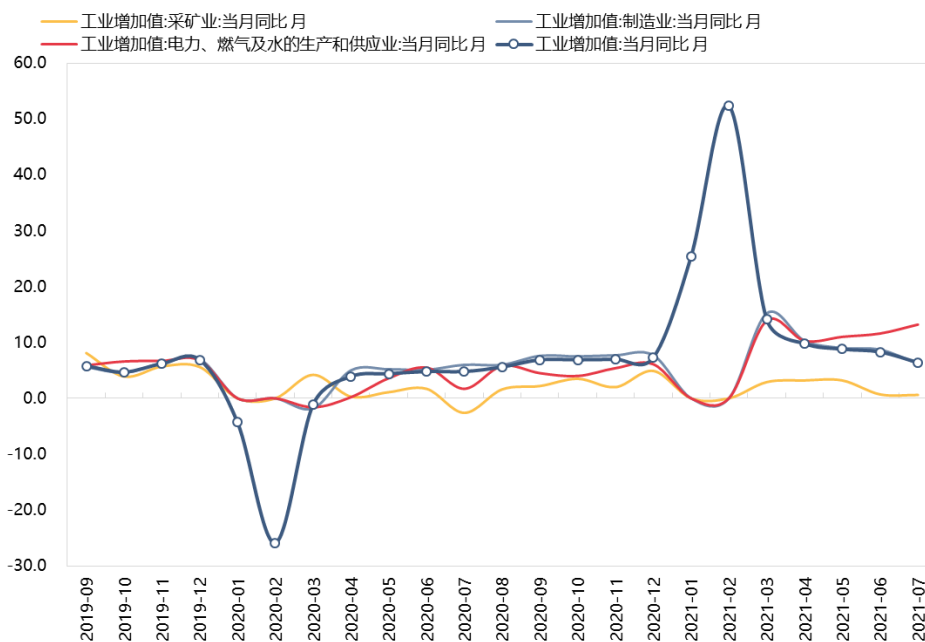
## 2、规模以上工业增加值

7 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 6.4%（以下增加值增速均为扣除价格因素的实际增长率），比 2019 年同期增长 11.5%，两年平均增长 5.6%。从环比看，7 月份，规模以上工业增加值比上月增长 0.30%。1-7 月份，规模以上工业增加值同比增长 14.4%，两年平均增长 6.7%。

分行业看，7 月份，41 个大类行业中有 35 个行业增加值保持同比增长。农副食品加工业增长 5.9%，纺织业下降 1.0%，化学原料和化学制品制造业增长 6.6%，非金属矿物制品业增长 5.9%，黑色金属冶炼和压延加工业下降 2.6%，有色金属冶炼和压延加工业增长 2.3%，通用设备制造业增长 7.6%，专用设备制造业增长 5.3%，汽车制造业下降 8.5%，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业增长 4.6%，电气机械和器材制造业增长 10.3%，计算机、通信和其他电子设备制造业增长 13.0%，电力、热力生产和供应业增长 12.7%。

分三大门类看，7 月份，采矿业增加值同比增长 0.6%；制造业增长 6.2%；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 13.2%。从数据走势上来看，制造业工业增加值同整体数据一直保持高度一致，可以说 7 月份由于制造业生产受到部分压制导致工业增加值下行幅度较大。一方面同社零数据一样，极端恶劣天气和疫情扰动使得制造业受到了一定程度的事件冲击；另一方面，以煤炭价格的快速上行为代表的供需结构性问题影响了制造业企业的生产，例如缺芯问题导致主机厂商的停工、双碳政策下部分高耗能企业被迫停业整改以及夏季用电高峰使得部分区域部分企业被迫错峰等，都影响了 7 月份制造业企业的生产。目前来看，事件性冲击将逐步褪去而部分结构性问题也得到改善，工业增加值数据未来将体现出小幅回升。

图 3：工业增加值及其分项表现



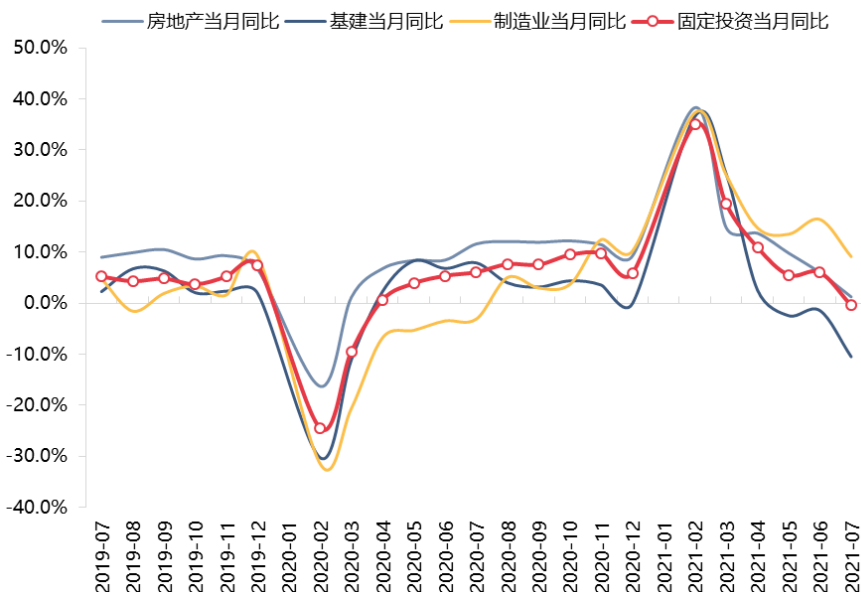
资料来源：嘉合基金

### 3、固定资产投资

1-7 月份，全国固定资产投资（不含农户）302533 亿元，同比增长 10.3%；比 2019 年 1-7 月份增长 8.7%，两年平均增长 4.3%。其中，民间固定资产投资 173473 亿元，同比增长 13.4%。从环比看，7 月份固定资产投资（不含农户）增长 0.18%。

**多重因素叠加使得 7 月份固定资产投资数据大幅不及预期，主要为 1) PPI 过高压制企业投资；2) 基建在地方政府专项债发行滞后条件下难以有较好表现；3) 房地产行业的高压监管压制房地产投资。**从预期角度来看，三个因素市场之前均有预期，但 3 个因素在 7 月份形成合力导致本月投资数据下滑幅度超过市场预期。首先，地方政府专项债发行滞后的问题从 3 月份以来就一直存在，且 6 月份作为基建投资大月，2021 年表现与 2020 年表现几乎相同，使得市场认为基建虽然不强但下行空间有限，导致错估了 7 月份基建大幅下行对整体固定资产投资的拖累效应。其次，房地产行业高压监管对于市场来说也是明牌，但 2020 年下半年房地产投资增速较快，高基数效应逐渐显现，导致本月房地产投资数据绝对规模增长受限的情况下，同比数据表现更差。最后，制造业投资在前期大宗商品价格高增的情况下仍旧保持较强增速，使得市场认为制造业投资具有较强的韧性。但随着 7 月份能源价格大幅上行以及出口环境逐渐恶化，制造业投资的韧性可能已经到达临界点，导致本月制造业投资单月同比表现出现大幅下滑。综合来看，房地产高压政策仍将维持，财政政策预计将在年底到明年年初形成实际工作量，短期内出现反转的情况较小，而制造业投资在各项调控政策出台后预计将有较大改善，未来固定资产投资数据可能较难出现明显回升，但下行空间已非常有限。

图 4：固定资产投资及其分项表现



资料来源：嘉合基金

### 4、房地产开发投资和销售

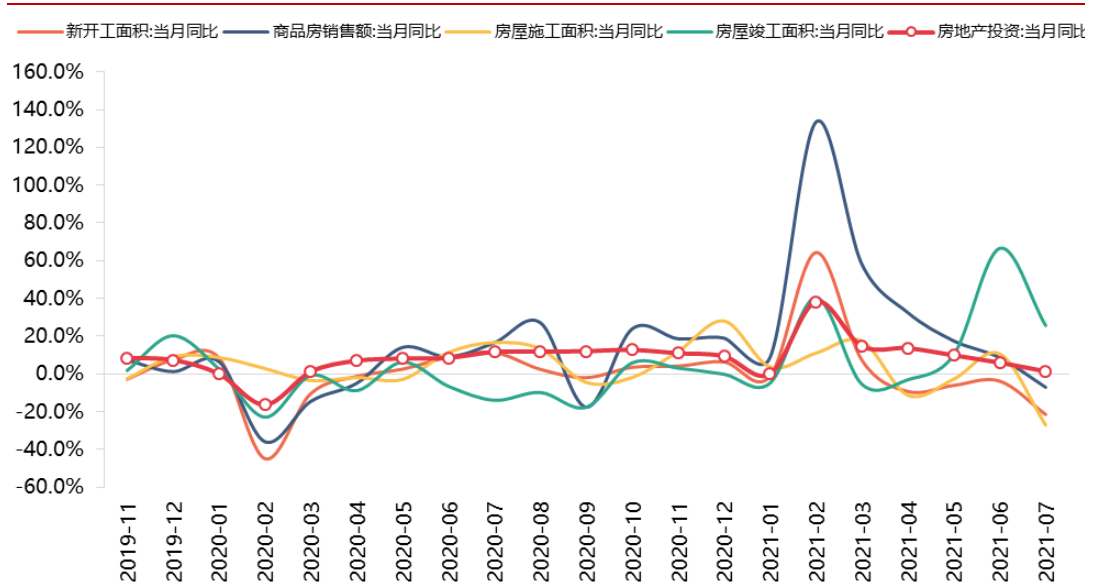
1-7 月份，全国房地产开发投资 84895 亿元，同比增长 12.7%；比 2019 年 1-7 月份增长 16.5%，两年平均增长 8.0%。其中，住宅投资 63980 亿元，增长 14.9%。1-7 月份，房地产开发企业土地购置面积 8764 万平方米，同比下降 9.3%；土地成交价款 5121 亿元，下降 4.8%。

如前所述，房地产行业在高压政策下出现了全方位数据的下行，尤其是 2020 年高基数效应逐渐显现，使得同比数据表现较差。新开工面积当月同比从-3.80%下降至-21.50%，房屋竣工面积当

月同比从 66.55%下降至 25.66%，房屋施工面积当月同比从 10.62%下降至-27.11%，对于房地产投资数据造成了较大影响。此外还有两个方面的数据变化值得重点关注，一方面是房地产销售数据和销售额数据同比转负，销售数据的恶化不仅会影响当期房企现金流，同时会较大程度上影响房企行为。在融资端限制仍未放开的情况下，房企资金来源主要靠自身销售收入，如果销售快速下行会逼迫房企被迫收缩，进而引发信用风险；另一方面土地销售数据出现下行，说明房企拿地意愿已出现明显下降，未来可能将导致房地产行业整体规模的收缩，进一步加大经济下行的压力。

目前从第二轮集中供地加入溢价率不超过 15%的规定来看，国家可能在业务运行制度上存在一定放松的可能，但在融资杠杆方面未出现松动，只能一定程度上改善房企利润率而不能刺激房地产行业增速回升，预计未来房地产开发投资数据仍将逐步寻底。

图 5：房地产开发及其分项同比表现

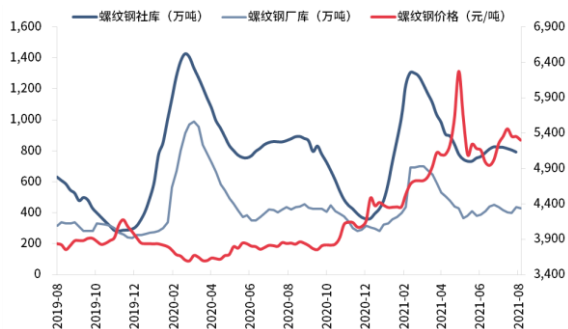


资料来源：嘉合基金

## 二、本周高频数据回顾

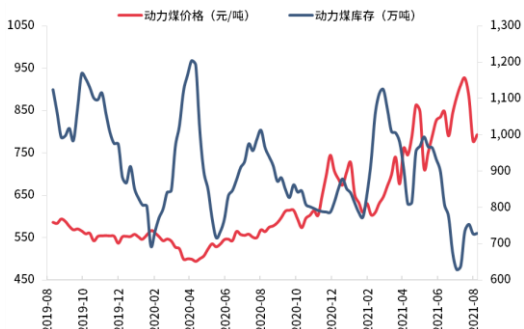
国际航运价格持续攀升，煤炭价格小幅回升。本周最值得关注的大宗商品指数是国际航运价格，波罗的海干散货指数(BDI)本周大幅上行超过 4000 点，主要原因是海外疫情扩散导致较多港口出现大面积拥堵，部分港口加收拥堵费和旺季附加费，使得国际航运价格快速上升。目前航运价格处于历史高位，已经造成了对需求的挤出效应，阻碍了全球经济的复苏且短期内并无缓解的征兆，可能会对我国出口造成较大影响。此外，煤炭价格在经历了月初快速下行之后价格已经企稳，库存小幅回落，政策影响仍未能改变短期供需紧张的问题，需警惕煤炭价格再次上行的风险。

图 6：螺纹钢价格及库存走势



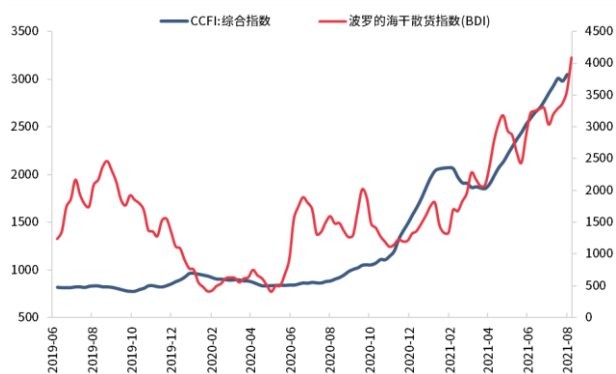
资料来源：Wind，嘉合基金

图 7：煤炭价格及库存走势



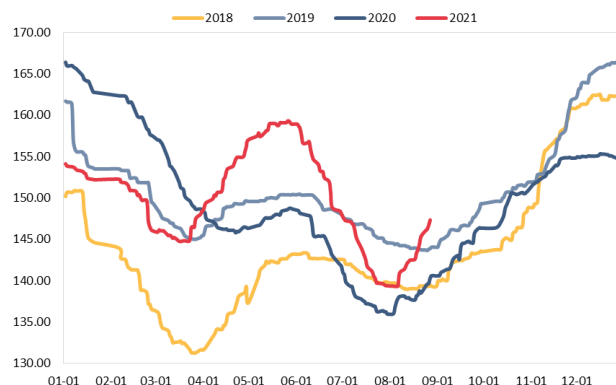
资料来源：Wind，嘉合基金

图 8：海运价格指数走势



资料来源：Wind，嘉合基金

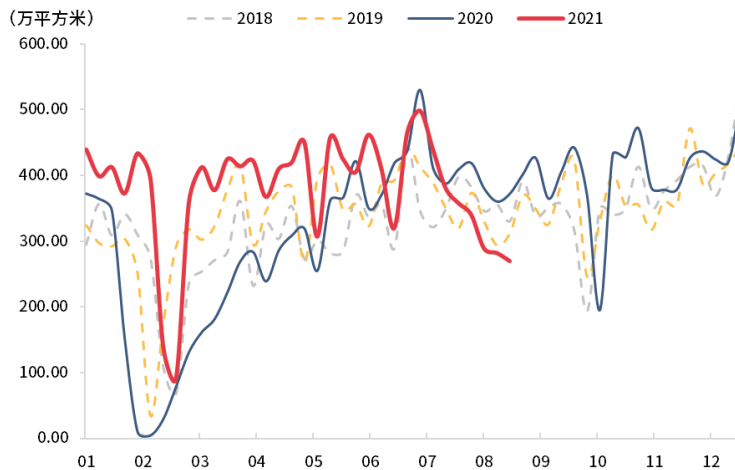
图 9：全国水泥价格指数



资料来源：Wind，嘉合基金

本周房地产成交面积大幅下行，已经偏离季节性规律。本周房地产成交面积数据持续下行，已经低于 2018 年表现，房地产政策的影响开始逐步显现，需求端下降速度不断加快。目前来看，房地产政策对于房地产行业的影响显现只是初级阶段，虽然经济下行压力加大，但是房地产行业政策放松的可能较小，且需求的变化趋势存在一定的惯性，预计在年底之前房地产销售景气度较难回转，需警惕相关风险。

图 10：30 大中城市商品房成交面积



资料来源: Wind, 嘉合基金

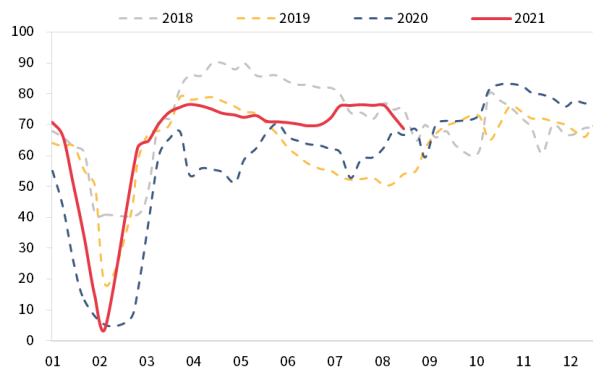
本周高炉开工再次下行，涤纶长丝开工率下行趋势持续。对于钢铁行业的碳减排政策持续，且基建、房地产行业尚未启动，高炉开工率仍未出现明显好转。本周涤纶长丝开工率出现加速下行，已经接近 2020 年同期水平，从 7 月消费数据来看，居民消费复苏遇到阻力，前期高景气度较难继续维持，还需关注下一步国家是否出台更多的经济刺激政策。

图 11: 高炉开工率历年对比



资料来源: Wind, 嘉合基金

图 12: 涤纶长丝开工率历年对比

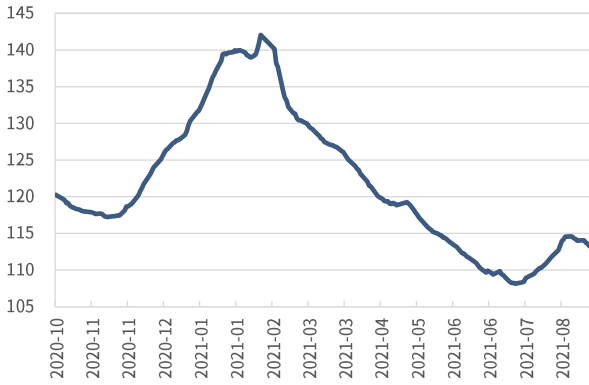


资料来源: Wind, 嘉合基金

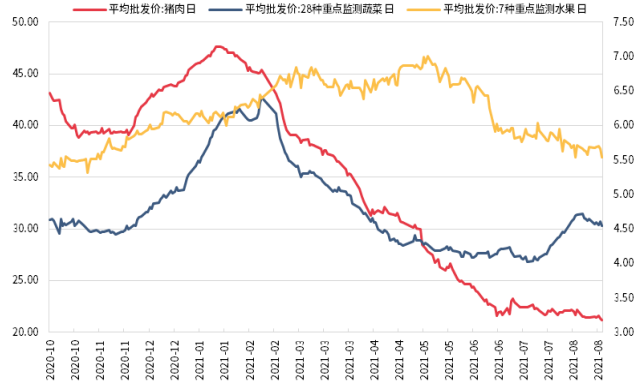
猪肉价格低位稳定，鲜菜价格小幅下行，带动农产品批发价格指数下行。农产品方面，鲜菜价格在极端天气影响后价格逐渐回落，猪肉价格保持低位稳定，预计整体农产品价格地位震荡，短期内国内不存在通货膨胀的基础。需要注意的是，国际油价近期也出现了快速下行，可能对国内造成一定的通缩压力。

图 13: 农产品批发价格指数: 日

图 14: 猪肉及重点蔬菜、水果价格



资料来源: Wind, 嘉合基金

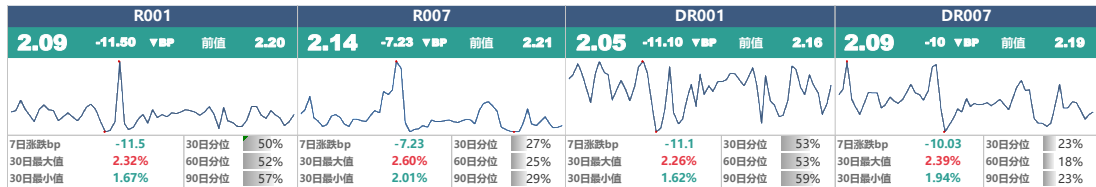


资料来源: Wind, 嘉合基金

### 三、本周流动性回顾

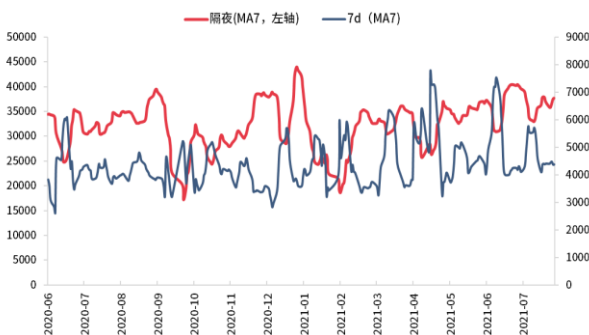
本周央行公开市场操作共投放 500 亿元，逆回购到期 500 亿元，MLF 到期 7000 亿元，央行投放 6000 亿元，本周实现净回笼 1000 亿元。市场成交价格方面，R001 收于 2.09%，较上周下行 11.50BP；R007 收于 2.14%，较上周下行 7.23BP。本月 MLF 续作规模超市场预期，但同时一部分投资者认为超额续作 MLF 降低了未来央行继续降准投放流动性的可能，所以解读为利空。其底层逻辑在于市场目前在观察央行偏宽松的货币政策是为了维护债券市场现阶段流动性充足还是为了进一步刺激经济，如果是为了维持债券市场现阶段流动性充裕，那么整体流动性利好有限；如果是为了刺激经济，那目前的流动性仍有进一步宽松的可能。目前来看，由高层可能对于现阶段经济运行状况仍需要一定的观察期，可能 9 月初整体态度就会选择方向并引导市场预期。

图 15：一周流动性概览



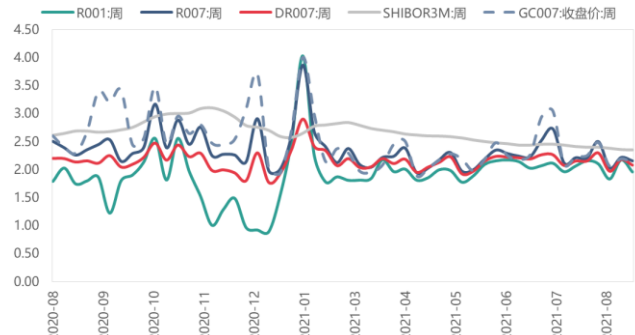
资料来源: Wind, 嘉合基金

图 16：银行间隔夜和 7D 回档交易量



资料来源: Wind, 嘉合基金

图 17：资金价格与 3M 存单价格对比



资料来源: Wind, 嘉合基金

### 四、债券市场回顾

#### 1、利率债市场



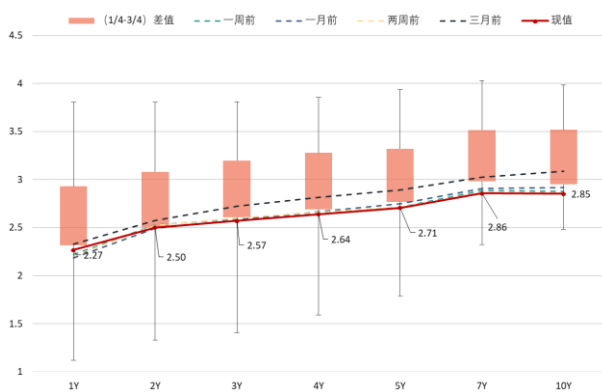
本周债券市场短期震荡，短端利率上行，长端利率下行。截至本周五，1Y 国债收益率上行 4.73BP 至 2.27%，1Y 国开收益率上行 5.99BP 至 2.33%；10Y 国债收于 2.85%，下行 2.72BP，10Y 国开收于 3.18%，下行 3.96BP。本周债券市场呈现震荡调整格局，短端上行而长端下行，期限利差再次被压缩，主要原因是扰动因素较多，不同市场逻辑导致出现分割行情。对于短端市场，从量的角度考虑，无论是否存在进一步降准的可能，短期流动性回收是市场实际发生的事情，流动性相比前期有一定的边际变化；从价方面考虑，市场目前担忧 1Y 存单利率偏离 MLF 利率较多，可以解读为降息预期的同时也可以解读为短期利率定价不合理，毕竟 9 月中旬降息的概率不大，导致一部分投资者换仓避险。长端利率逻辑较为简单，经济下行压力加大提振了长期债券情绪，加上之前担忧的地方债发行加速仍未出现缓解了恐慌情绪，导致长端利率买盘较重，促使利率下行。结合来看，资产荒的情况仍然存在，机构在较低的利率环境下加杠杆购买长债的行为进一步加大了资金面的压力，一定程度上使得短期利率上行。此外，美联储提出要进行 Taper 后美债利率不升反降也缓解了部分长端利率市场的压力。综合来看，短端利率和长端利率的背离（期限利差被极限压缩）是一种不稳定性较高的市场结构，后期势必将要选择方向，即短端利率下行带动利率曲线下移或者长端利率上行缓解期限利差压力。在经济下行压力较大的背景下，未来以降准降息为突破口的利率曲线下移的概率较大，至少决策层不希望看到利率的大幅上行进而导致整个金融市场的震动。但目前仍在下一步政策方向的观察期，预计市场在 9 月中旬之前仍会处于一个区间震荡行情，投资机会较难把握。

图 18：一周利率债概览

1Y 国债		3Y 国债		5Y 国债		10Y 国债	
	<b>2.27</b>	<b>4.73</b>		<b>2.57</b>	<b>-1.97</b>		<b>2.85</b>
前值	2.22	▲BP	前值	2.59	▼BP	前值	2.72
	<b>2.33</b>	<b>5.99</b>		<b>2.74</b>	<b>-2.10</b>		<b>3.18</b>
前值	2.27	▲BP	前值	2.76	▼BP	前值	3.22

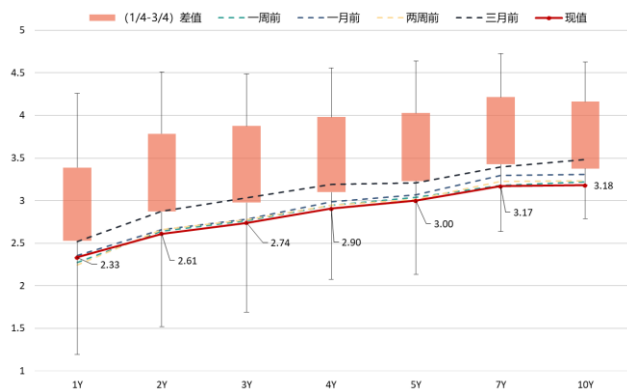
资料来源：Wind，嘉合基金

图 19：国债期限结构



资料来源：Wind，嘉合基金

图 20：国开债期限结构

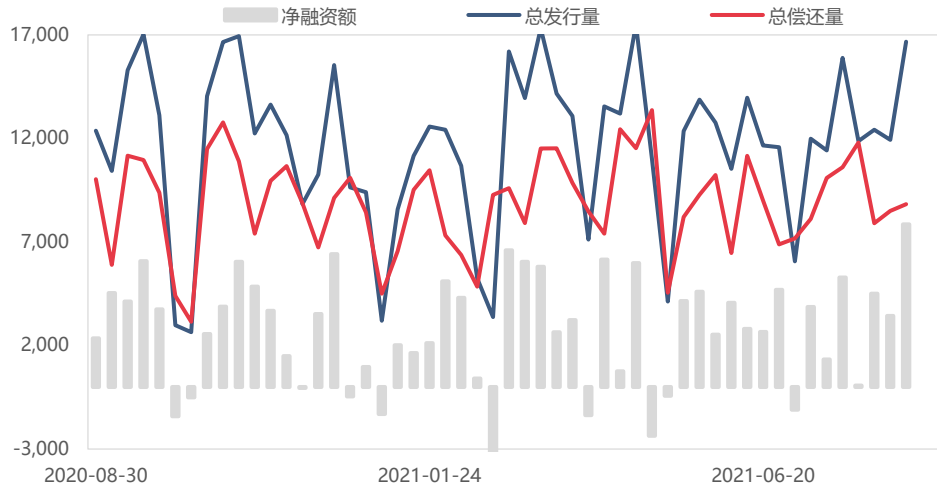


资料来源：Wind，嘉合基金

## 2、信用债市场

上周(8.16-8.20)一级市场信用债发行量 16,668.82 亿元，总偿还量 8,821.50 亿元，净融资量 7,847.32 亿元。分评级来看，上周高评级 AAA 发行占比为 76.33%，AA+发行占比为 15.10%。从期限结构来看，1 年内发行金额占比 49.12%，中长期发行占比有所增长。本周共有 11 只债券推迟或取消发行，合计金额为 67.50 亿元，本周取消发行数量和金额较上周均有所增加。

图 21：一周信用发行概览



资料来源: Wind, 嘉合基金

本周信用债收益率大多下行。其中, 中票 5 年期 AAA 级下行幅度最大(6bp); 城投债 1 年期 AA-级下行幅度最大(8bp)。

图 22: 一周信用债收益率变化

指标名称	AAA1Y	AAA3Y	AAA5Y	AA+1Y	AA+3Y	AA+5Y	AA1Y	AA3Y	AA5Y
2021/08/13(%)	2.68	3.05	3.41	2.79	3.19	3.63	3.00	3.70	4.26
2021/08/20(%)	2.67	3.07	3.35	2.77	3.21	3.57	2.98	3.74	4.20
变动 (BP)	-1	2	-6	-2	2	-5	-2	4	-5
2010年以来历史位置	5.50%	7.20%	7.20%	3.40%	5.00%	5.40%	5.20%	8.20%	7.50%
2015年以来历史位置	5.40%	12.70%	12.70%	4.50%	8.70%	9.50%	4.30%	14.50%	13.20%

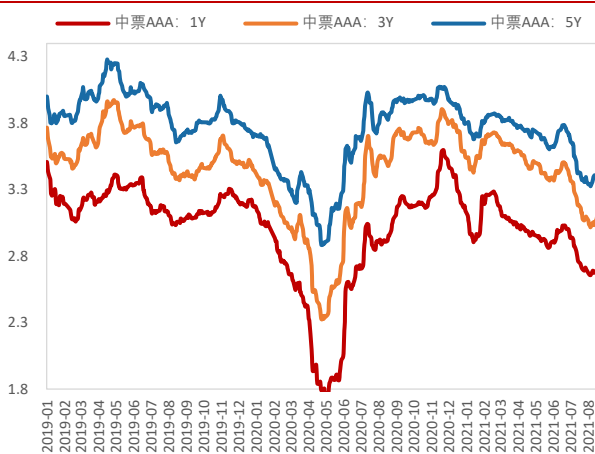
资料来源: Wind, 嘉合基金

图 23: 一周城投收益率变化

指标名称	AAA1Y	AAA3Y	AAA5Y	AA+1Y	AA+3Y	AA+5Y	AA1Y	AA3Y	AA5Y
2021/08/13(%)	2.72	3.09	3.41	2.80	3.23	3.60	2.90	3.33	3.96
2021/08/20(%)	2.69	3.08	3.38	2.77	3.19	3.55	2.88	3.34	3.92
变动(BP)	-4	-0	-3	-3	-3	-5	-2	1	-4
2010年以来历史位置	2.70%	6.30%	7.00%	2.60%	6.00%	7.40%	2.80%	5.50%	7.50%
2015年以来历史位置	4.80%	11.20%	12.40%	4.50%	10.60%	13.10%	5.00%	9.60%	13.10%

资料来源: Wind, 嘉合基金

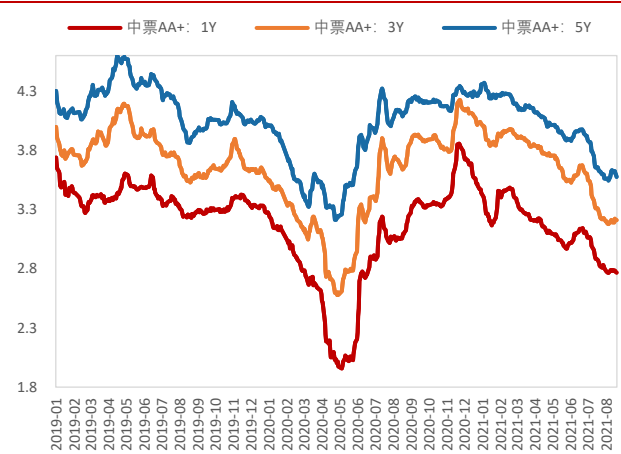
图 24: AAA 中票历史表现



资料来源: Wind, 嘉合基金

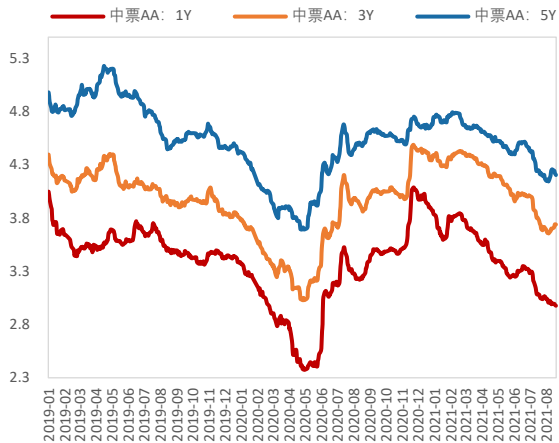
图 26: AA 中票历史表现

图 25: AA+中票历史表现



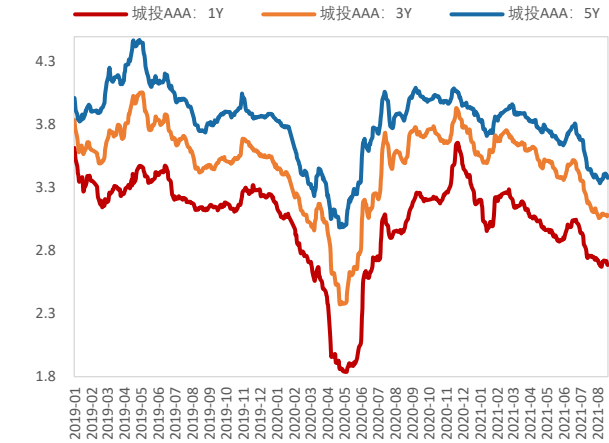
资料来源: Wind, 嘉合基金

图 27: AAA 城投历史表现



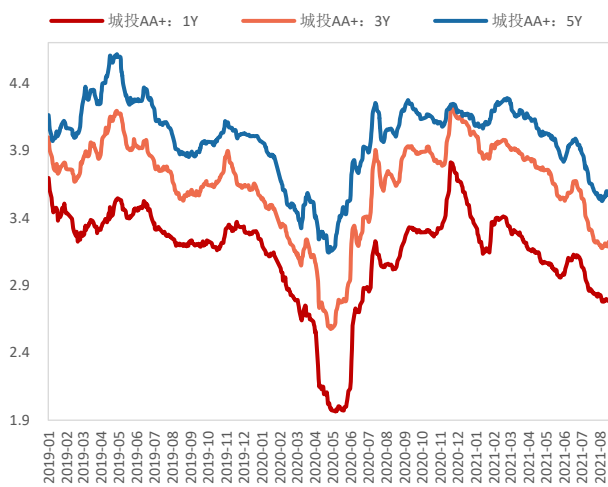
资料来源：Wind，嘉合基金

图 28: AA+城投历史表现

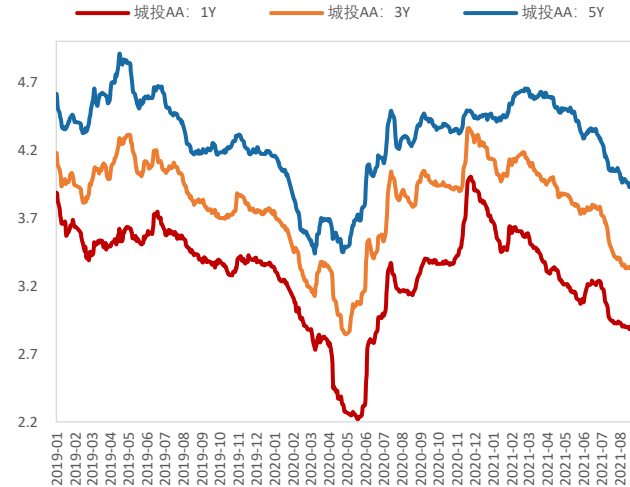


资料来源：Wind，嘉合基金

图 29: AA 城投历史表现



资料来源：Wind，嘉合基金



资料来源：Wind，嘉合基金

信用利差方面，本周中票除 3 年期各等级、5 年期 AA-级信用利差小幅走阔外，其余各等级各期限信用利差均收窄，其中 1 年期 AA 和 AA-级收窄幅度最大（8bp）；城投债除 1 年期各等级、5 年期 AA 级和 AA-级信用利差小幅收窄外，其余各等级各期限信用利差均走阔，其中 1 年期 AA-等级收窄幅度最大（14bp）。

图 30：一周中票信用利差变化

	AAA1Y	AAA3Y	AAA5Y	AA+1Y	AA+3Y	AA+5Y	AA1Y	AA3Y	AA5Y
2021/08/13(%)	0.41	0.29	0.37	0.52	0.43	0.59	0.73	0.94	1.22
2021/08/20(%)	0.34	0.33	0.35	0.43	0.47	0.58	0.64	1.00	1.21
变动(BP)	-7	4	-3	-8	4	-2	-8	6	-2
2010年以来位置	5.70%	11.10%	10.20%	1.20%	3.50%	6.20%	1.60%	27.10%	25.80%
2015年以来位置	8.10%	16.50%	16.90%	2.10%	6.20%	11.00%	2.90%	47.30%	45.20%

资料来源：Wind，嘉合基金

图 31：一周城投信用利差变化

	AAA1Y	AAA3Y	AAA5Y	AA+1Y	AA+3Y	AA+5Y	AA1Y	AA3Y	AA5Y
2021/08/13(%)	0.45	0.33	0.37	0.52	0.47	0.56	0.62	0.57	0.93
2021/08/20(%)	0.35	0.34	0.38	0.44	0.45	0.55	0.55	0.60	0.93
变动(BP)	-10	2	1	-9	-1	-1	-8	3	-0
2010年以来位置	3.10%	6.60%	8.00%	3.10%	6.00%	7.80%	2.70%	4.90%	14.00%
2015年以来位置	5.60%	11.50%	14.00%	5.50%	10.60%	13.70%	4.80%	8.60%	24.50%

资料来源: Wind, 嘉合基金

图 32: 本周信用风险事件梳理

日期	类型	发行人	事件	相关个债
8月16日	债券违约	*ST康美	上清所公告, 2021年8月16日是康美药业股份有限公司2017年度第二期中期票据(代码: 101754083, 简称: 17康美MTN002)的付息日。截至今日日终, 上清所仍未收到康美药业股份有限公司支付的付息资金, 暂无法代理发行人进行本期债券的付息工作。	17康美MTN002
8月17日	评级下调	景峰医药	中诚信国际关注到, 2021年8月7日, 湖南景峰医药股份有限公司发布公告称, 截至当日未控股股东叶湘武持有公司14.79%的股份, 其中2.08%(占其所持股份比例为14.09%)已被贵州省贵阳市中级人民法院司法冻结。同时公司账面货币资金较少, 面临很大的短期偿债压力。中诚信国际决定将景峰医药的主体及“16景峰01”的债项信用等级由“A”调降至“BBB”, 并列可能降级的观察名单。	16景峰01
8月19日	债务违约	吉林铁投	“17铁投01”受托管理人光大证券股份有限公司公告, 吉林市铁路投资开发有限公司由于资金紧张, 未按时偿付招商银行长春分行的一笔10亿贷款的利息, 利息约为1400万元。该笔贷款发放于2016年, 将于2021年12月21日到期。	17铁投01
8月20日	债务逾期	深业物流	深圳深业物流集团股份有限公司公告, 公司为深圳市宝能投资集团有限公司之孙公司, 发现宝能投资集团作为融资人发行“中国民生信托-至信651号宝能投资信托贷款集合资金信托计划”及部分宝能旗下金交所理财产品未能足额按期偿还, 存在部分逾期现象。	19深业01
8月20日	评级下调	郑煤集团	大公跟踪评级报告, 将郑州煤炭工业(集团)有限责任公司的主体长期信用等级由AA-下调为A, “15郑煤MTN001”的信用等级由AA-下调为A, 同时移出信用观察名单并评定展望为负面。主要由于公司仍面临较大安全管理风险, 2020年, 公司亏损规模同比增长, 盈利能力大幅下降, 此外应收账款规模较大且账龄较长, 计提坏账规模较大, 其他应收款未来存在较大回收风险, 资产负债率仍处于很高水平, 有息债务中短期有息债务占比进一步提高, 短期偿付压力加重, 受限资产规模较大, 资产流动性差。	15郑煤MTN001

资料来源: Wind, 嘉合基金

图 33: 行业新闻跟踪

	相关新闻
8月16日	京津冀区域累计实现氢能产业链产业规模1000亿元以上, 减少碳排放200万吨。
8月16日	今年1-6月中国锂离子电池出口额达到114.69亿美元, 同比增长83.31%
8月16日	8月上旬, 11家重点企业汽车生产完成31.2万辆, 同比下降34%
8月18日	7月份中国品牌乘用车市场表现继续好于大市, 当月共销售72万辆, 环比增长4.1%, 同比增长22.2%
8月18日	以江西、贵州、四川为代表的多个地区近期实行水泥夏季错峰生产, 错峰生产区域进一步扩大
8月19日	农业农村部表示, 今年夏粮产量2916亿斤, 比上年增产59.3亿斤, 再创历史新高
8月19日	到2025年我国森林覆盖率达24.1%, 森林蓄积量达190亿立方米, 草原综合植被盖度达57%
8月20日	据不完全统计, 上半年国内新增新型储能装机规模超过10GW, 同比增长超600%
8月20日	中国机床工具工业协会: 1-6月, 重点联系企业营业收入同比增长45.7%

资料来源: Wind, 嘉合基金

### 3、可转债市场

本周转债市场跟随股市下跌，中证转债指数周跌幅为 1.09%，共成交 3574.06 亿元，较前一周（3927.23 亿元）有所下跌。本周转债价格中位数收于 117.1 元，较前一周下跌了 1.81%，转债隐含波动率平均值收于 30.2%，较前一周下跌了 1.14%，位于历史 69.1%分位数。分类别来看，超高平价券（转股价值大于 130 元）跌幅均值为 3.45%，跌幅大于中平价券（-0.91%）和低平价券（-0.71%）。高评级券（评级为 AA+及以上）的跌幅均值为 0.09%，跌幅小于中评级券（-2.76%）和低评级券（-1.29%）。从转债规模看，本周大规模转债（债券余额大于 50 亿元）的涨幅均值为 1.27%，高于中规模券（-1.25%）和小规模券（-2.06%）。分个券看，本周金博转债、闻泰转债和华钰转债涨幅居前，周涨幅分别为 37.5%、29.2%和 28.2%，其中金博转债和闻泰转债为上市新券，新券上市价格依然较高，星源转 2、艾华转债和今天转债跌幅居前，周跌幅分别为 15.3%、14.8%和 14.5%。

本周股市大幅下跌，上证指数周二和周五跌幅分别为 2%和 1.1%，周跌幅为 2.53%，收于 3427.33 点，共成交 27319.47 亿元，较前一周（27059.53 点）略有上涨，沪深 300 和创业板指周跌幅分别为 3.57%和 4.55%，创业板指维持弱势表现。分行业来看，本周大部分行业下跌，其中食品饮料、医药服务和休闲服务板块跌幅居前，周跌幅分别为 9.8%、7.28%和 6.82%，非银金融、国防军工板块表现较好，周涨幅分别为 2.21%和 1.56%。

图 34：一周指数概览

名称	收盘价	周涨跌幅	周成交额(亿元)	上周成交额(亿元)
上证指数	3,427.33	-2.53%	27,319.47	27,059.53
沪深 300	4,769.27	-3.57%	19,273.47	19,066.70
创业板指	3,192.90	-4.55%	14,472.12	15,384.22
中证转债	399.47	-1.09%	3,574.06	3,927.32

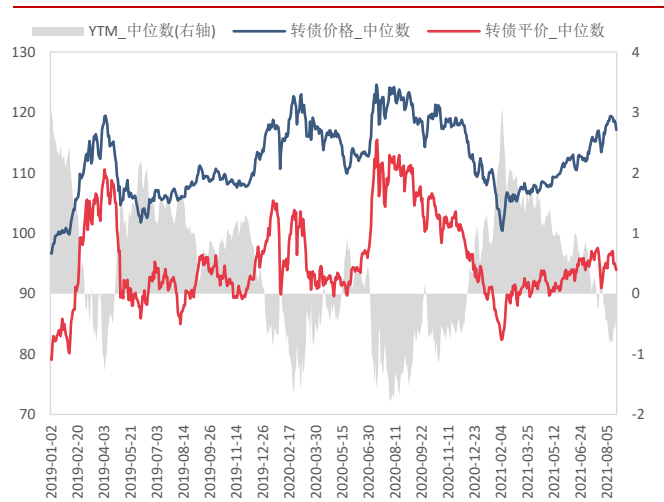
资料来源：Wind，嘉合基金

图 35：转债市场隐含波动率



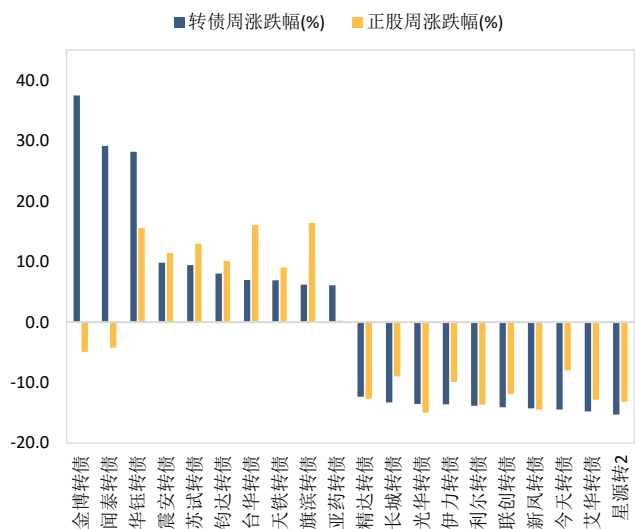
资料来源：Wind，嘉合基金；\*剔除价格超过 130 且溢价大于 30%的转债

图 36：转债市场转股溢价率走势



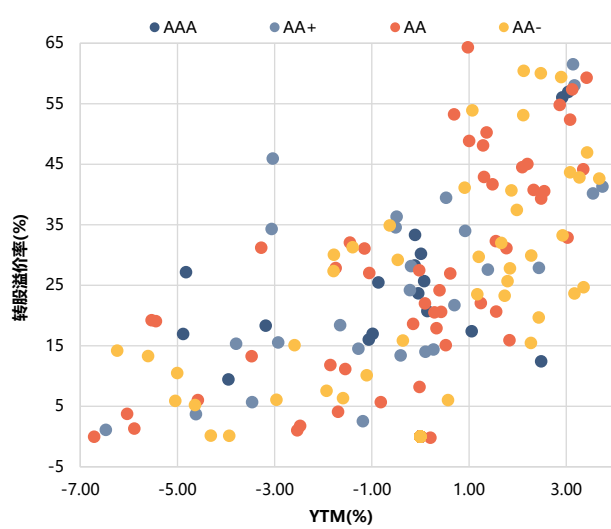
资料来源：Wind，嘉合基金

图 37：本周转债涨跌幅前 10



资料来源：Wind，嘉合基金

图 38：转债个券转股溢价率和到期收益率分布情况



资料来源：Wind，嘉合基金

本周有金博转债和闻泰转债上市，上市第一天收盘价分别为 132.13 元和 129.16 元。本周共有 26 家公司可转债发行有新进展，其中获得董事会预案的有 7 家公司，分别为康泰医学(7 亿)、浩特生物(4.4 亿)、道通科技(12.8 亿)、新国都(9 亿)、常熟银行(60 亿)、永创智能(6.11 亿)、中辰股份(5.71 亿);获得股东大会通过的有 14 家公司，分别为阿拉丁(4.01 亿)、民和股份(5.4 亿)、明新旭腾(6.8 亿)、裕兴股份(6 亿)、科伦药业(30 亿)、博瑞医药(6.11 亿)、艾迪精密(10 亿)、旭升股份(13.5 亿)、武进不锈(4 亿)、小熊电器(6 亿)、通裕重工(15 亿)、山石网科(2.67 亿)、美锦能源(36 亿)、温州宏丰(3.21 亿);获得发审委通过的有 4 家公司，分别为回盛生物(7 亿)、华电国际(14.7 亿)、锦鸡股份(6 亿)、卡倍亿(2.79 亿)。获得证监会核准的有 1 家公司，分别为帝欧家居(15 亿)。

目前已知下周有隆华转债、富瀚转债上市。隆华转债，评级 AA-，规模 8 亿元，正股为隆华科技，公司业务包括节能环保业务和新材料业务。公司成立于 1995 年，起家于空冷器，公司是在传热装备和水处理领域集研发、设计、制造及项目总承包、运行管理于一身的综合服务商，可以根据用户需求提供系统的换热解决方案和水处理解决方案。公司传统主营业务为空冷器研发、设计、生产和销售，2015 年开始向新材料领域转型，新材料业务包括靶材业务和军民融合新材料业务。目前已逐步形成了以新材料业务为主导，新材料业务和节能环保业务两线并行的产业格局。从公司的收入结构上来看，近几年新材料业务所占比重增大，逐渐成为公司业绩主导。根据公司全面转型新材料业务的战略布局来看，这一趋势仍将持续。新材料业务占比从 2015 年的 3.91% 上升到 2019 年的 33.72%。对比传统业务，新材料业务毛利率较高，盈利能力较强。可以看到 2015 年以来，公司毛利率逐年增高，主要是由于新材料的高毛利率及业务占比提升拉动所致。2020 年隆华科技实现营业收入/归母净利润 18.24/2.22 亿元，营业收入同比下降 2.63%，归母净利润同比增加 27.47%。报告期内，公司综合毛利率为 29.90%，同比小幅下降 0.68 个百分点。期间费用率为 14.61%，同比减少 1.39 个百分点，经营效率持续提升。销售费用率为 2.70%，同比下降 2.35 个百分点，管理费用率为 10.79%，同比上升 0.69 个百分点；财务费用率/研发费用率为 1.12%/4.77%，同比增加 0.28%/1.47%。公司净利率为 15.92%，同比上升 2.10 个百分点。21Q1 公司实现营业收入/归母净利润 3.83/0.55 亿元，同比上升 34.83%/16.91%。报告期内，公司综合毛利率为 30.02%，同比上升 0.26 个百分点。费用方面，销售费用率为 3.73%，同比下降 1.72%；管理费用率为 11.20%，同比上升 0.58%；财务费用率/研发费用率为 1.08%/4.70%，同比上升 0.08%/0.82%。公司净利率为 14.41%，同比下降 2.16 个百分点。公司各板块业务持续稳定增长，同时考虑 2020 年同期业绩受疫情影响较小，本期业绩增幅更能体现公司业绩增长持续性。

富瀚转债，评级 A+，规模 5.81 亿元，正股为富瀚微，公司业务包括了专业安防&智能硬件&汽车电子芯片开发。公司成立于 2004 年，是国内安防芯片龙头之一，专注于以视频为核心的专业安防、智能硬件、汽车电子领域芯片的设计开发，主要产品包括：图像信号处理器（ISP）芯片，可用于对前端的图像传感器得到的原始图像信号进行复原和增强处理；网络摄像机（IPC）SoC 芯片，包括 ISP 模块和视频编码模块；数字硬盘录像机（DVR）SoC 编解码芯片，是嵌入式视频监控 DVR 设备主芯片；此外还有技术开发、IC 设计等专业技术服务。下游主要客户有安防监控设备整机商、电子设备整机商、芯片代理商等。安防监控&汽车电子版块贡献主要业绩，业绩弹性较大。业务结构来看，2018 至 2020 年间，公司安防监控、汽车电子类业务复合增速分别为 6.67%、96.01%，2020 年安防监控系统业务有所压缩，主要因为传统安防网络摄像机市场增速下降且竞争激烈，而汽车电子下游旺盛的需求则拉动了公司整体营收。考虑到 AI 安防监控业务发展空间大，汽车电子业务将充分受益于下游蓬勃需求，公司业绩有望进一步增长。2020 年富瀚微实现营业收入/归母净利润 6.10/0.88 亿元，同比上升 16.89%/7.35%。报告期内，公司综合毛利率 39.69%，比上年同期上升 2.53 个百分点。费用方面，公司销售/管理/财务/研发费率为 1.35%/22.74%/2.24%/18.62%，较上年同期变动-0.61/-9.96/5.30/-7.15 个百分点。整体期间费率下降 5.27 个百分点，2020 年公司净利率 14.72%，同比上升 0.81 个百分点。21Q1 公司实现营业收入/归母净利润 2.12/0.35 亿元，同比上升 34.90%/14.30%。报告期内，公司综合毛利率 37.55%，比上年同期增长 1.22 个百分点，销售/管理/财务/研发费率为 0.98%/22.13%/-3.74%/18.55%，较上年同期分别变动-0.43/2.44/0.69/2.81 个百分点。公司净利率 16.67%，较上年同期下降 1.86 个百分点。考虑到公司已提前卡位 AI 芯片、汽车电子等高成长性市场，可替代华为海思 80% 的产品线，有望在禁令限制海思后分得可观的市场份额，公司盈利能力有望进一步提升。

图 39：可转债发行新进度一览

公告日期	公司代码	公司名称	方案进度	预案公告日	规模(亿元)
2021-08-21	300869.SZ	康泰医学	董事会预案	2021-08-21	7
2021-08-21	002798.SZ	帝欧家居	证监会核准	2020-08-15	15
2021-08-21	688179.SH	阿拉丁	股东大会通过	2021-06-29	4.01
2021-08-21	688026.SH	洁特生物	董事会预案	2021-08-21	4.4
2021-08-20	300871.SZ	回盛生物	发审委通过	2021-04-27	7
2021-08-20	002234.SZ	民和股份	股东大会通过	2021-04-28	5.4
2021-08-20	605068.SH	明新旭腾	股东大会通过	2021-08-03	6.8
2021-08-20	300305.SZ	裕兴股份	股东大会通过	2021-08-05	6
2021-08-20	600027.SH	华电国际	发审委通过	2021-03-26	14.7
2021-08-20	688208.SH	道通科技	董事会预案	2021-08-20	12.8
2021-08-19	002422.SZ	科伦药业	股东大会通过	2021-06-18	30
2021-08-19	688166.SH	博瑞医药	股东大会通过	2021-03-27	6.11
2021-08-19	300798.SZ	锦鸡股份	发审委通过	2020-09-21	6
2021-08-19	603638.SH	艾迪精密	股东大会通过	2021-08-03	10
2021-08-19	300863.SZ	卡倍亿	发审委通过	2021-02-26	2.79
2021-08-18	300130.SZ	新国都	董事会预案	2021-08-18	9
2021-08-17	601128.SH	常熟银行	董事会预案	2021-08-17	60
2021-08-17	603305.SH	旭升股份	股东大会通过	2021-07-30	13.5
2021-08-17	603878.SH	武进不锈	股东大会通过	2021-07-30	4
2021-08-17	002959.SZ	小熊电器	股东大会通过	2021-07-31	6
2021-08-17	603901.SH	永创智能	董事会预案	2021-08-17	6.11
2021-08-16	300185.SZ	通裕重工	股东大会通过	2021-07-30	15
2021-08-14	688030.SH	山石网科	股东大会通过	2020-11-04	2.67
2021-08-14	300933.SZ	中辰股份	董事会预案	2021-08-14	5.71
2021-08-14	000723.SZ	美锦能源	股东大会通过	2021-03-17	36
2021-08-14	300283.SZ	温州宏丰	股东大会通过	2021-02-19	3.21

资料来源：深圳证券交易所



## 免责声明

本文件中的内容及观点仅供参考,不构成对投资者的任何投资建议,嘉合基金管理有限公司(以下简称“嘉合基金”)或嘉合基金的相关部门、雇员不就本文件涉及的任何投资作出任何形式的风险承诺或收益担保,也不对任何人使用本文件内容而引致的任何损失承担任何责。

嘉合基金在本文件中的所有观点仅代表嘉合基金在本文件成文时的观点,嘉合基金有权对其进行调整。本文件转载的第三方报告或资料(若有),转载内容仅代表该第三方观点,并不代表嘉合基金的立场,嘉合基金不对其真实性、准确性或完整性提供直接或隐含的声明或保证。除非另有明确说明,本文件的著作权为嘉合基金所有。未经嘉合基金的事先书面许可,任何个人或机构不得将此文件或其任何部分以任何形式进行复制、修改或发布。如转载、引用或刊发,需注明出处为“嘉财万贯”,且不得对本文件进行任何有悖原意的删节或修改。